

ДОСВІД ВИХОДУ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ НА РИНОК ІРО

Досліджено переваги ІРО в порівнянні з іншими методами фінансування бізнесу; проаналізовано виходи на ІРО українських компаній з 2005 р. по 2013 р.; сформовано основні фактори, що впливають на успішність первинного випуску акцій.

Ключові слова: первинний випуск акцій, первинна публічна пропозиція, ІРО, лістинг, емісія.

Постановка проблеми. Розвиток бізнесу потребує залучення додаткового фінансування. Поряд із банківськими кредитами, державними позиками, товарними кредитами великі українські компанії використовують первинне розміщення акцій, або ІРО. Цей метод є досить ризикованим, а підготовка до нього довготривалою, тому підґрунтям для рішення про ІРО має бути всебічний аналіз діяльності компанії та альтернативних шляхів фінансування.

За останні роки небагато українських компаній використовували цей метод залучення інвестицій, ще менше робили це вдало. Саме тому важливо проаналізувати існуючий досвід виходу на ІРО, простежити основні помилки та труднощі, сформулювати рекомендації щодо підготовки та контролю процесу виходу на ІРО.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Теоретичним аспектам первинного публічного розміщення акцій присвячено дослідження таких зарубіжних учених, як Я. Миркин, В. Овчинников, Дж. Бут, Д. Бредлі, Дж. Бред, П. Конвей, Д. Крейг, А. Мелло, Е. Міллер, Дж. Рітгер, М. Роні, Л. Філд, Р. Фіш, А. Шерман, П. Шпіндт, П. Шульц та ін. Теоретичні дослідження первинного публічного розміщення акцій українських компаній перебувають у стадії розробки. Серед вітчизняних учених-економістів застосування первинного публічного розміщення акцій на шляху до залучення інвестицій, переваги і вимоги ІРО досліджуються у працях М. Благонравіна, П. Гулькіна, С. Гвардіна, Т. Кутового, К. Шелехова.

Метою статті є визначення умов, за яких первинне розміщення акцій стає найбільш доречним способом фінансування бізнесу; аналіз результатів уже здійснених ІРО українських компаній на міжнародних ринках; формулювання основних проблем при організації ІРО українських компаній.

Результати дослідження. Первинна публічна пропозиція (ІРО) – перша публічна пропозиція акцій приватної компанії інвесторам, у тому

числі у формі продажу депозитарних розписок на акції. Метою інвесторів є отримання прибутку з подальшого зростання вартості акцій компанії та отримання дивідендів. Метою компанії є залучення коштів на розвиток бізнесу, реалізацію нових проектів.

Через ІРО фінансується приблизно 15 % усіх інвестицій в основний капітал на розвинених ринках, а європейські показники досягають 10 % [6]. Популярність цього методу залучення коштів зумовлена низкою переваг та перспектив, що стають доступними компанії:

- дозволяє визначити конкурентоспроможність та інвестиційну привабливість окремих підприємств або галузей економіки;
- довгострокові інвестиції;
- винагорода інвесторам (вартість залучених коштів) регулюється економічним становищем компанії;
- необмеженість сум залучення коштів, але є потреба в чіткій обґрунтованості цих сум;
- відсутність забезпечення під емісію акцій;
- доступ до світового ринку капіталів;
- велика кількість інвесторів, акціонерів (більше розпилення капіталу);
- підвищення довіри до підприємства (більші можливості для залучення коштів поза ІРО);
- стимулює реструктуризацію, розширення діяльності підприємства у своєму сегменті.

Існують причини, що стримують форсований вихід на міжнародний ринок, зокрема: висока вартість лістингу; значні терміни підготовки; можливі корпоративні конфлікти; ризики пере-/недооцінки акцій компанії; зобов'язання узгоджувати стратегічні рішення з акціонерами; велика кількість внутрішніх і зовнішніх ризиків.

Для України особливо важливі: 1) зобов'язання власників обнародувати інформацію про фінансові показники і власників підприємства (для України характерна висока «тінізація» економіки, тому для більшості власників невігдно оприлюднювати фінансову інформацію компанії); 2) законодавчі

обмеження (номінація акцій тільки у національній валюті, необхідність отримання державного дозволу на лістинг).

Варто зазначити низку альтернативних варіантів фінансування підприємства: нерозподілений прибуток, державні позики, банківське кредитування, міжгосподарські кредити та ін. Переважна більшість українських підприємств при проведенні емісії своїх акцій користується позабіржовими методами їх розміщення та залучення акціонерного капіталу шляхом приватної пропозиції акцій. Такий спосіб розміщення не дає змоги залучити великі обсяги акціонерного капіталу та визначити справжню ринкову ціну акцій [6]. У таблиці подано переваги IPO порівняно з іншими джерелами коштів.

Таблиця. Переваги IPO над іншими інвестиційними джерелами [6]

Джерело інвестицій	Переваги IPO
Нерозподілений прибуток	<input type="checkbox"/> велике разове надходження капіталу; <input type="checkbox"/> незалежність від майбутньої економічної кон'юнктури.
Бюджетні кошти і державні позики	<input type="checkbox"/> оперативність надходження ресурсів; <input type="checkbox"/> відсутність бюрократичних зволікань; <input type="checkbox"/> відсутність боргових зобов'язань (у тому числі за соціальними програмами).
Банківські кредити	<input type="checkbox"/> незалежність від конкретного кредитно-фінансового інституту; <input type="checkbox"/> відсутність майбутніх боргових виплат.
Облігаційні позики	<input type="checkbox"/> відсутність зобов'язань з обслуговування позики; <input type="checkbox"/> необмежений термін залучення капіталу.

Первинна емісія акцій на міжнародний ринок вимагає довгострокової підготовки та реорганізації компанії. Перехід від приватної компанії до публічної включає низку важливих операцій, кожна з яких впливає на результати IPO: посилення контролю за оперативною діяльністю компанії, підготовка звітності згідно з міжнародними стандартами за 3 роки діяльності компанії, обрання біржі та посередників для лістингу, пошук інвесторів, проведення роуд-шоу. Кожен етап підготовки, проведення та контролю IPO потребує значних фінансових витрат. За оцінками керівників компаній, витрати на первинний випуск акцій становлять не менше 1 млн дол. (сума варіюється залежно від початкового стану діяльності та звітності компанії, обраної біржі, посередників та ринкових умов). Основні статті витрат наведено на рис. 1.

За результатами звіту Price Waterhouse Coopers, з 2005 р. по грудень 2013 р. на міжнародних біржах уперше розмістили свої акції 28 українських компаній. Найбільшою популярністю користуються Варшавська біржа (13 компаній) та різні відділення Лондонської біржі (13 компаній). Хоча кількісний розподіл між ними однаковий, обсяг залучених коштів на Лондонській біржі значно більший. Варто зазначити, що жоден первинний випуск акцій не був прямим, що означає, що юрисдикція емітентів акцій ніколи не зазначалась як Україна. Українські компанії виходили на IPO від таких країн: Кіпр (6), Люксембург (6), Великобританія (5), Нідерланди (4), острів Мен (3), Канада (1), Нормандські о-ви (1). Це пов'язано з низкою обмежень у національному законодавстві (ЗУ «Про цінні па-

пери і фондовий ринок») щодо розміщення акцій українськими емітентами на міжнародних ринках. Вони полягають в: 1) обов'язковій номінації акцій українських емітентів у національній валюті; 2) необхідності отримання дозволу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку на обіг акцій українських емітентів за кордоном (отримання дозволу передбачає виконання ще низки стримуючих вимог, наприклад, мати лістинг за попередніми випусками цінних паперів на будь-якій українській фондовій біржі або на торговельно-інформаційній системі) [2]. Роками найбільшої активності на первинному ринку акцій стали 2007, 2010 та 2011. У 2012 р. вийти на IPO зважилася лише KDM Shipping, що можна пояснити загальним зниженням котирувань акцій українських компаній та відтоком іноземних інвестицій з країни

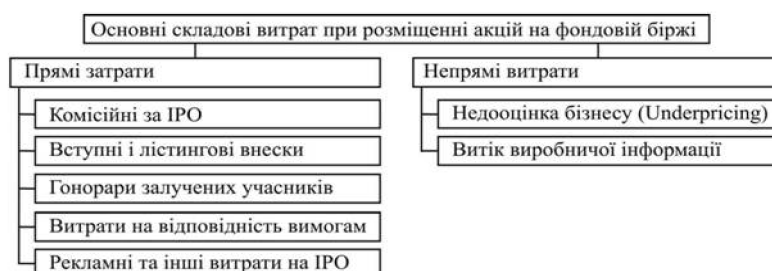


Рис. 1. Основні складові витрат на первинний випуск акцій [6]

(показник неготовності інвесторів вкладати в економіку країни). Компанія прославилася найгіршим результатом IPO в історії українських підприємств: замість очікуваних 36 мільйонів доларів отримала 7,4 на Варшавській біржі [6]. Найвдалішими IPO серед українських компаній вважають: «Астарта» (319 % прибутку за 5 років), АТ «Кернел Груп» (162 % прибутку за 3 роки), Фетгехролс (154 % прибутку за 3,5 роки).

Зважаючи на те, що українські компанії вже мають певний досвід у виході на первинний ринок акцій, можна визначити основні фактори, що впливають на успішність IPO:

Організатори та посередники. Особливо важливим є вибір організаторів лістингу. Саме

про малу ймовірність навмисної переоцінки акцій (зادля збільшення комісійних). Серед українських компаній попитом користуються такі організатори: Baker&McKenzie, White&Case (юридичні консультанти); ING Bank, Libertas Capital Corporate Finance, UBS (банки).

Вибір біржі. Багато в чому успіх IPO компанії залежить від біржі, на якій він здійснений. Вибір біржі залежить від масштабів самої компанії та планів щодо залучення капіталу. Українські емітенти акцій найчастіше виходять з IPO на Лондонську та Варшавську фондові біржі (ВФБ) (рис. 3). Порівняно з Лондонською біржею обсяги угод на Варшавській біржі в кілька разів менші, але й вимоги до компаній ліберальніші [3].

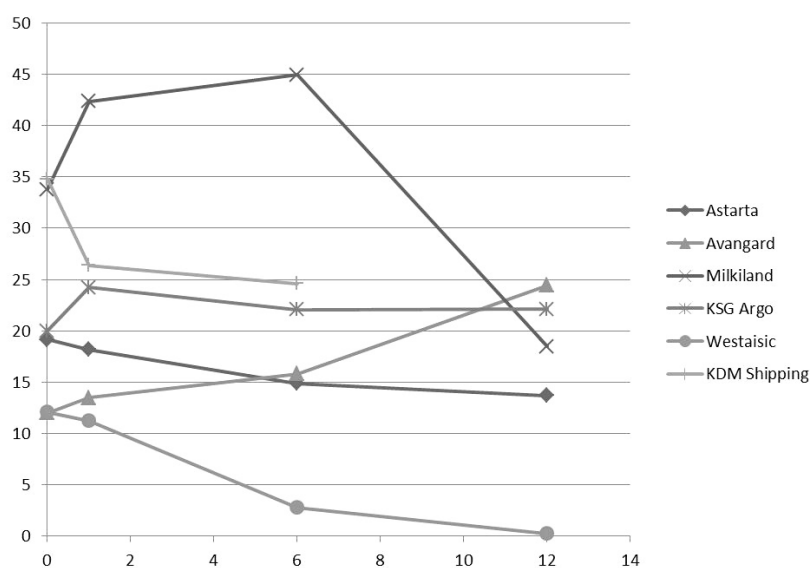


Рис. 2. Динаміка ціни акцій українських компаній за перший рік після лістингу на Варшавській біржі

вони оцінюють компанію і визначають початкову ціну акції. Різка зміна ціни акцій у короткостроковому періоді одразу після першого випуску акцій свідчить про неточну первинну оцінку компанії. Також деяке зниження ціни акцій у перші півроку характерно для компаній із постсоціалістичних країн через недовіру до фінансової захищеності інвесторів від зовнішніх ризиків. На рис. 2 зображено рух ціни за акцію на Варшавській біржі деяких українських компаній за перший рік після лістингу. З огляду на коливання графіка, можна визначити, чи були акції компанії переоцінені/недооцінені.

Важливим критерієм для вибору організаторів лістингу є їхній досвід у цій діяльності та репутація на ринку. По-перше, досвід як історія діяльності показує, з якими компаніями зазвичай працює цей банк чи організація (галузь економіки, географія діяльності, розмір активів). По-друге, гарний досвід і репутація свідчатимуть

Прикладом невдалого вибору біржі може слугувати компанія Cardinal Resources, яка в 2006 р. вийшла на Лондонську біржу. Компанія досить мала за мірками цієї біржі, а тому її акції залишились непоміченими і впали з початкової ціни 0,063 дол. до 0,033 дол. за акцію за півтора року.

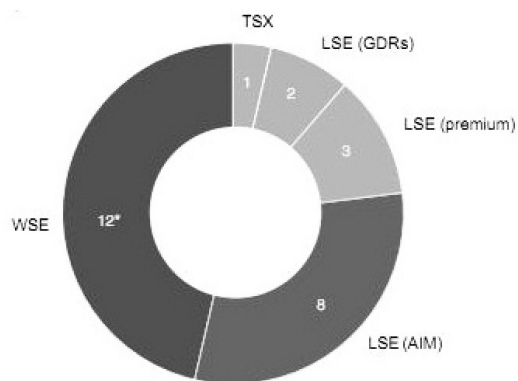


Рис. 3. Кількість IPO за біржами [5]

Кон'юнктура ринку. На міжнародному ринку ціна акцій компаній формується не тільки за рахунок власних фінансових показників підприємства, а також враховуючи наявність конкурентів, потенційних інвесторів, стан економіки. Наприклад, акції всіх підприємств з девелоперського або будівельного бізнесу, незалежно від результатів їх роботи, подешевшали на 32–95 %. Крайній результат з девелоперів продемонстрував фонд DUPD, ціна його акцій за 3,5 роки зменшилася майже на третину (32,6 %). Найбільше співчуття викликають інвестори, які взяли участь у першому IPO української будівельної компанії – «XXI Століття». Зараз вартість цих паперів у 20 разів менша (–95,3 %), ніж у грудні 2005 р. під час первинного розміщення [3]. І навпаки, інтерес зростає до інформаційних і технологічних компаній. Водночас обсяг IPO українських IT-компаній на міжнародних біржах у 2011 р. склав 40–80 мільйонів доларів. Це пояснювалося виходом на IPO тільки невеликих та невідомих широкому загалу фірм [6]. На рис. 4 видно, як галузь діяльності компанії впливає на вибір біржі.

останні 3 роки економічної діяльності та перевірка її авторитетною аудиторською компанією. Важливим також є проведення роуд-шоу – презентації компанії потенційним інвесторам та налагодження діалогу з ними. Ці заходи іноді є досить затратними для компанії, оскільки можуть проводитися періодично протягом декількох років. Однак роуд-шоу доводять свою ефективність, бо більшість інвесторів бажають зустрітися з управлінською командою і відстежують розвиток компанії.

Висновки. Для великих українських компаній IPO є досить перспективним методом залучення значних коштів на розвиток та розширення діяльності. Крім того, вихід на міжнародний ринок акцій сприяє якісним змінам у компанії, підвищенню прозорості, наближенню звітності до міжнародних стандартів та активному діалогу з інвесторами. Найбільш важливими факторами, що впливають на успішність IPO, є: якість підготовки до лістингу, вибір організаторів та біржі, наявні ринкові умови. Утім популяризація цього методу фінансування бізнесу перешко-

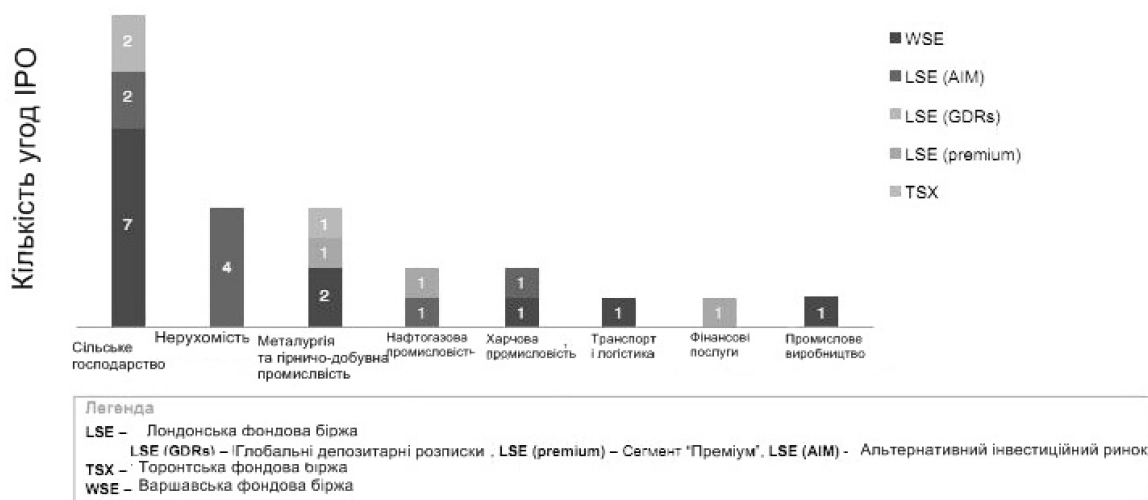


Рис. 4. Кількість IPO за галузями та біржами [5]

Якість підготовки до лістингу. Організація IPO вимагає від приватної компанії цілої низки реформ та заходів. Початковий етап включає мобілізацію та адаптацію внутрішніх ресурсів, налагодження корпоративного управління, аналіз ринку та вивчення вимог інвесторів, практики, а також визначення конкретної групи інвесторів для компанії. Наступним кроком є підготовка звітності за міжнародними стандартами за

джає низка обмежень національного законодавства та висока вартість послуг, пов'язаних з організацією процесу IPO. Більше двадцяти українських компаній уже вийшли на IPO з 2005 р., але далеко не всі виходи можна оцінити як успішні. Тому подальша розробка теоретичних та практичних аспектів процесу первинного випуску акцій в українських реаліях є актуальним завданням для української економічної науки.

Список літератури

1. Дачковська М. IPO українських IT-компаній [Електронний ресурс] / М. Дачковська. – Режим доступу: <http://internetua.com/IPO-ukra-nskikh-IT-kompan-i---sprava-perspektyvna>
2. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

3. Кутовий Т. Первинне розміщення акцій у практиці українських компаній [Електронний ресурс] / Т. Кутовий. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=663>
4. Карпенко М. IPO зі знаком мінус [Електронний ресурс] / М. Карпенко. – Режим доступу: http://www.avantcapital.biz/articles/ipo_so_znakom_minus.htm
5. Огляд IPO українських компаній з 2005 р. по серпень 2013 р. [Електронний ресурс]: звіт Price Waterhouse Coopers. – Режим доступу: http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capitalmarkets/assets/an_overview_of_ukrainian_ipos_rus.pdf.pdf
6. Шелехов К. Переваги первинного публічного розміщення акцій (IPO) як інвестиційного інструменту залучення капіталу виробничим підприємством [Електронний ресурс] / К. Шелехов // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1019>
7. Шкарпова Е. Спецпроект «Корпоративні фінанси»: Життя після IPO [Електронний ресурс] / Е. Шкарпова. – Режим доступу: <http://archive.kontrakty.ua/gc/2007/3-4/19-e-dani.html>.

У. Hrabovska

EXPERIENCE OF THE UKRAINIAN COMPANIES ON IPO

Advantages of IPO over other methods of financing business are investigated; IPO of Ukrainian companies from 2005 to 2013 are analyzed; the main factors affecting the success of the initial public offering are formed.

Keywords: initial public offering, IPO, listing, emission.

Матеріал надійшов 04.02.2014

УДК 336.719

Казакова М. О.

ФАКТОРИНГОВІ ПОСЛУГИ НА РИНКУ КОРОТКОСТРОКОВОГО КРЕДИТУВАННЯ УКРАЇНИ

У статті проаналізовано такий фінансовий інструмент, як факторинг, його переваги та недоліки порівняно з іншими видами короткострокового кредитування. Визначено сучасний стан ринку факторингових послуг в Україні та наведено деякі міркування щодо майбутнього цього виду послуг.

Ключові слова: короткострокове кредитування, факторинг, національний ринок факторингових послуг.

За умов надання відстрочки оплати товарів, робіт або послуг постачальники перетворюються на кредиторів своїх покупців, разом із цим вони отримують цілу низку проблем, серед яких обмеження обігових коштів, зниження ліквідності, погіршення кредитоспроможності, необхідність контролю за поверненням коштів покупцями, ризик несвоєчасної сплати або ж узагалі несплати покупцями коштів за вже отримані товари чи послуги. Сприяння розвитку бізнесу

може забезпечити нестандартний фінансовий механізм послуги факторингу, яка сприяє збільшенню обсягів продажу за рахунок вирішення проблеми нестачі обігових коштів та надає підприємству цілий комплекс конкурентних переваг.

Методологічні проблеми просування факторингових послуг стали актуальними у контексті виходу зі світової фінансової кризи, змін «правил гри» у відносинах «державна – бізнес».